

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

НЛМК (Вааз/BB+/BBB-): результаты 3 кв. и 9 мес. 2013 г. по US GAAP.

Группа ЛСР (B2/-/B) выставила оферту по облигациям серии 03 выше номинала.

Прогноз по рейтингам ГУП «Водоканал Санкт-Петербурга» (Вааз/BB+/-) от S&P пересмотрен на «Позитивный».

«Кокс» предлагает досрочный выкуп по облигациям серии БО-02.

НЛМК (Вааз/BB+/BBB-): результаты 3 кв. и 9 мес. 2013 г. по US GAAP.

В целом мы нейтрально оцениваем результаты НЛМК за 3 кв. 2013 года. Особых сюрпризов они не принесли, подтвердив тенденции на ухудшение ситуации в отрасли. Несмотря на ослабление EBITDA margin метрики компании относительно 2 кв. не ухудшились благодаря заметному снижению размера долга, в том числе вследствие деконсолидации финансовых обязательств NBH. Риски рефинансирования долга были незначительными. Бумаги НЛМК не несут идей для покупки.

НЛМК во 3 кв. выручка снизилась на 4%, EBITDA – на 5%...

Комментарий. В конце прошлой недели НЛМК отчитался за 3 кв. и 9 мес. 2013 г. по US GAAP. Выручка комбината по итогам 3 кв. упала на 4% (здесь и далее идет сравнению со 2 кв. 2013 г.) – до 2 720 млн долл. EBITDA сократилась на 5% и составила 379 млн долл. В то же время чистая прибыль показала увеличение почти в 3 раза – до 138 млн долл.

Важное событие 3 кв. – продажа 20,5% акций NBH за 91,1 млн евро,...

Важным событием в 3 кв. 2013 года стала продажа НЛМК компании SOGEPА за 91,1 млн евро 20,5% акций холдинга NLMK Belgium Holdings S.A. (NBH), в состав которого входят производственные и сбытовые компании дивизиона NLMK Europe за исключением компании NLMK Dansteel. Благодаря этой сделке европейские активы будут учитываться на балансе компании как долгосрочные финансовые вложения по методу долевого участия.

...европейские активы будут учитываться на балансе как долгосрочные фин. вложения по методу долевого участия...

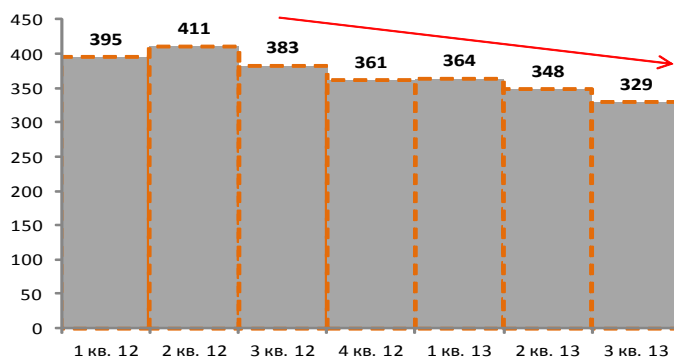
В целом результаты НЛМК по EBITDA и выручке совпали с консенсус-прогнозом рынка, а вот показатель чистой прибыли существенно их превзошел. Ожидалась прибыль компании на уровне 87 млн долл. Такое расхождение вызвано увеличением доходов от курсовых разниц (52 млн долл).

НЛМК снизила издержки при производстве слабов...

Снижение выручки компании вызвано сокращением цен на металлопродукцию и снижение объемов их продаж (-1%). Опережающие темпы роста падения EBITDA НЛМК по сравнению с выручкой произошли по причине сокращения операционной прибыли на 17%, которая была компенсирована увеличением амортизации (на 4%) до 230 млн долл.

Из позитивных моментов мы отмечаем снижение издержек НЛМК на производство тонны слябы с 348 долл до 329 долл. Здесь на руку компании сыграло снижение цен на сырье (ЖРУ, коксующийся уголь и металлом). Надо отметить, что данный показатель взял уверенный тренд на снижение, сокращаясь 5 квартал подряд.

Динамика издержек НЛМК на тонну слябы, \$/т



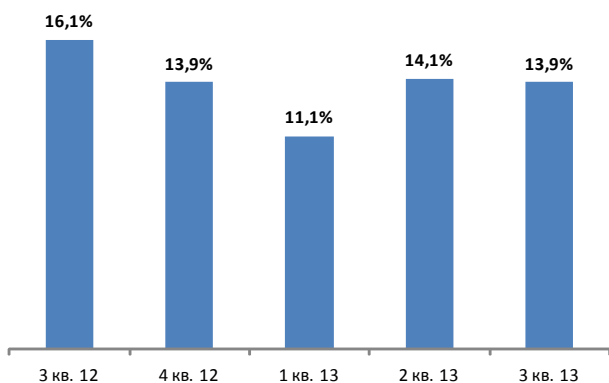
Источник: НЛМК

Давление на прибыльность оказывает добывающий сегмент...

В то же время показателю EBITDA margin данный фактор пока помогает мало. Рентабельность существенно изменения пока не показывает. Причина кроется в добывающем сегменте, EBITDA которого сокращается более существенно, чем растет в сегменте по производству стали и проката.

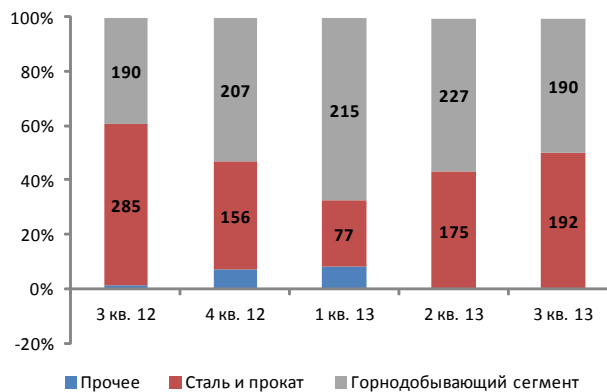
В целом мы нейтрально оцениваем результаты НЛМК за 3 кв. 2013 года. Особых сюрпризов они не принесли, подтвердив тенденции на ухудшение ситуации в отрасли. Исходя из анализа цен на рынке металлопроката и сырья для его производства, можно отметить, что 2013 года станет не очень удачным для металлургов с существенным весом сырьевой составляющей в прибыли (Евраз, Северсталь, частично НЛМК). В большем выигрыше окажутся компании, не имеющие своего сырья (ММК). Хотя данное преимущество скорее тактическое, чем стратегическое.

Динамика EBITDA margin НЛМК, %



Источник: НЛМК

Структура EBITDA НЛМК, млн долл



Источник: НЛМК

В 3 кв. ко 2 кв. произошло снижение уровня долга...

... в том числе за счет деконсолидации фин. обязательств NVH...

Риски рефинансирования короткого долга незначительные...

С точки зрения долговой нагрузки можно выделить снижение уровня долга по итогам 3 кв. ко 2 кв., даже несмотря на снижения уровня прибыльности бизнеса, что стало возможным благодаря снижению размера долга на 14% (к/к) до 4,1 млрд долл., в том числе за счет деконсолидации финансовых обязательств NVH (на 757 млн долл.). В итоге, метрика Долг/EBITDA составила 2,8х против 3,0х (во 2 кв. 2013 г.), Чистый долг/EBITDA – 1,9х против 2,2х соответственно. В то же время к 2012 г. уровень долга по-прежнему остается выше, когда Долг/EBITDA было 2,4х, хотя метрику Чистый долг/EBITDA компании удастся удерживать на одном уровне – порядка 1,9х. Отметим, что риски рефинансирования короткого долга (616 млн долл. по итогам 9 мес. 2013 г.) были незначительными, учитывая запас денежных средств на счетах компании и объем коротких финансовых вложений (1,35 млрд долл.). Кроме того, у НЛМК общий объем невыбранных кредитных линий был равен 2,33 млрд долл. Данного объема финансовых ресурсов, а также операционного денежного потока (987 млн долл. за 9 мес. 2013 г.) вполне должно хватить и на реализацию инвестпрограммы, которая в 2013 г. оценивалась в 850 млн долл. и может быть сохранена на том же уровне в 2014 г. В целом, компании снизила размер сарех в 2013 г. на 40-45% к прошлому году в связи с «с завершением ряда

11 ноября 2013

масштабных проектов по расширению производственных мощностей» (в частности, был запущен электрометаллургический завод НЛМК Калуга).

Ключевые финансовые показатели млн долл.	НЛМК (US GAAP)					
	2 кв. 2013	3 кв. 2013	Изм. %	9 мес. 2012	9 мес. 2013	Изм. %
Выручка	2 829	2 720	-3,9	9 354	8 405	-10,1
Операционный денежный поток	330	406	23,0	1 491	987	-33,8
ЕБИТДА	400	379	-5,3	1 511	1 096	-27,5
ЕБИТДА margin	14,1%	13,9%	-0,2 п.п.	16,2%	13,0%	-3,2 п.п.
Чистая прибыль	34	138	305,9	617	209	-66,1
margin	1,2%	5,1%	3,9 п.п.	6,6%	2,5%	-4,1 п.п.
	2 кв. 2013	3 кв. 2013	Изм. %	2012	9 мес. 2013	Изм. %
Активы	17 638	16 305	-7,6	18 458	16 305	-11,7
Денежные средства и эквиваленты, финвложения	1 362	1 351	-0,8	1 058	1 351	27,7
Долг	4 786	4 124	-13,8	4 632	4 124	-11,0
краткосрочный	994	616	-38,1	1 816	616	-66,1
долгосрочный	3 792	3 508	-7,5	2 816	3 508	24,6
Чистый долг	3 424	2 772	-19,0	3 574	2 772	-22,4
Долг/ЕБИТДА	3,0	2,8		2,4	2,8	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,2	1,9		1,9	1,9	

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Напомним, в октябре НЛМК довольно успешно разместил облигации серий БО-13 на 5 млрд руб. – при трехкратном переспросе ставка купона была установлена ниже индикатива 8,05% против 8,1-8,15% годовых. В настоящее время на вторичном рынке подросли в цене до 100,4% (УТР 8,08%/3,4 г.), очевидно, исчерпав потенциал для дальнейшего роста. Размещенные в августе чуть более короткие выпуски НЛМК БО-11 и БО-12 также не несут идей для покупки, также как и евробонды NLMK.

Игорь Нуждин
Александр Полюттов

Бумаги НЛМК не несут идей для покупки...

Группа ЛСР (В2/-/В) выставила оферту по облигациям серии оз выше номинала.

Высокий купон может соблазнить инвесторов остаться в выпуске, несмотря на щедрое предложение по цене: на первичке сложно найти альтернативу схожего кредитного качества.

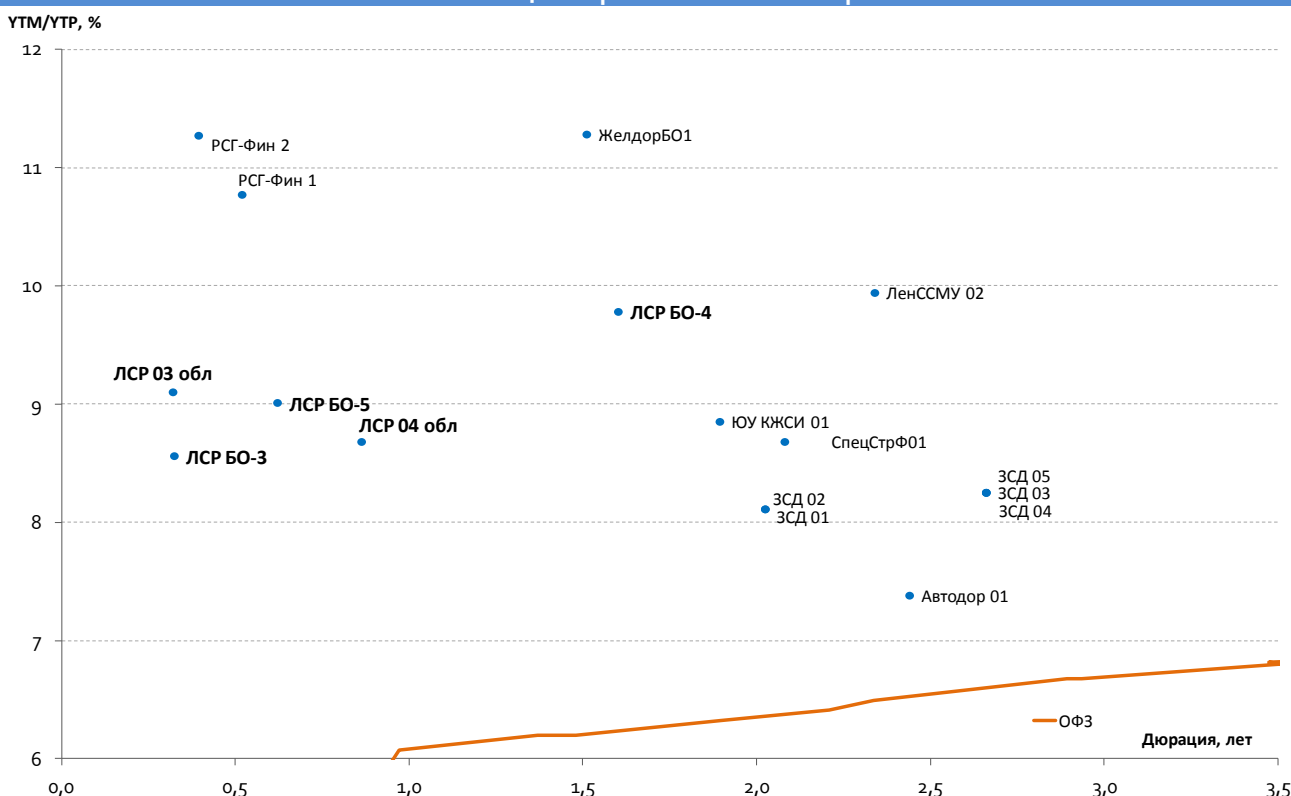
Комментарий. Группа ЛСР приняла решение о выкупе 21 ноября 2013 года облигаций серии оз в количестве до 500 000 штук включительно у их владельцев. Согласно сообщению компании, максимальная цена приобретения - 101,2% от номинальной стоимости бумаг. Период предъявления облигаций к выкупу - 18-19 ноября. Выпуск облигаций общим номинальным объемом 3 млрд руб. был размещен в сентябре 2012 года сроком на 5 лет.

Бумага последний месяц торговалась по цене на уровнях ниже предложенных 101,2%, и с этой точки зрения, предложение может быть интересным для желающих выйти из выпуска.

С другой стороны, высокий купон может соблазнить инвесторов остаться в выпуске: на первичке сложно найти альтернативу схожего кредитного качества. Напомним, Компания умеренно-позитивно отчиталась за 1 полугодие 2013 года по МСФО (см. наш [обзор](#) от 29 августа 2013 года).

Кроме того, вероятно, во время предстоящей по графику оферты в марте 2014 года (под 100% от номинала), ЛСР предложит неплохие условия по купону, стремясь сохранить заем в обращении. Подтолкнуть Группу к этому, на наш взгляд, будет долговая нагрузка Компании на 2014 год – ей потребуется выплатить 13,4 млрд руб., что с учетом денежных средств на счетах (4,1 млрд руб. на конец июня 2013 г.) будет давить на финансы Эмитента. Из всего объема погашений 2014 г. 73% или 9,8 млрд руб. приходится на облигации ЛСР серий оз, оз, БО-оз и БО-оз (погашения и оферты). Текущая оферта на 0,5 млрд руб., скорее всего, призвана снизить нагрузку на 2014 год.

Облигации строительного сектора



Финансовые показатели по МСФО

млрд руб.			ЛСР (В2/-/В)		Изм., %
	2011	2012	1Н 12	1Н 13	
Выручка	51,91	61,122	22,681	27,508	21,3%
Операционный денежный поток	7,738	5,167	4,528	0,939	-79,3%
ЕБИТДА	10,135	13,392	4,666	5,280	13,2%
ЕБИТДА margin	19,5%	21,9%	20,6%	19,2%	-
Чистая прибыль	2,432	4,914	0,260	0,945	264,0%
margin	4,7%	8,0%	1,1%	3,4%	-
Активы	126,86	137,78		144,465	4,9%
Денежные средства, депозиты	5,195	3,967		4,0716	2,6%
Долг	38,922	39,475		42,933	8,8%
краткосрочный	2,788	5,526		9,409	70,3%
долгосрочный	36,134	33,949		33,525	-1,2%
Чистый долг	33,728	35,508		38,862	9,4%
Долг/ЕБИТДА ltm	3,8	2,9		3,1	-
Чистый долг/ЕБИТДА ltm	3,3	2,7		2,8	-

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

Прогноз по рейтингам ГУП «Водоканал Санкт-Петербурга» (Ваа2/ВВ+/-) от S&P пересмотрен на «Позитивный».

Напомним, что 14 ноября состоится оферта по единственному обращающемуся займу Компании. Позитивные новости могут повысить интерес инвесторов к бумагам РВК-Финанс.

Комментарий. Прогноз по рейтингам ГУП «Водоканал Санкт-Петербурга» пересмотрен на «Позитивный» в связи с сильными характеристиками кредитоспособности; рейтинги подтверждены на уровне «ВВ+/В» и «ruAA+».

Пересмотр прогноза отражает возможность повышения долгосрочного рейтинга в случае, если компания будет поддерживать устойчивые характеристики кредитоспособности как минимум в течение 24 месяцев. Это будет во многом зависеть от результатов выполнения долгосрочной программы стратегического

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

11 ноября 2013

развития «Водоканал СПб», которая в настоящее время пересматривается правительством Санкт-Петербурга. **Агентство полагает, что программа развития «Водоканала СПб» может быть одобрена в 2014 г. и ее реализация будет способствовать повышению прозрачности инвестиционных потребностей «Водоканала СПб» в ближайшие годы.** Вместе с тем инвестиционные потребности компании будут, как и ранее, по крайней мере частично финансироваться из бюджета города, что должно способствовать сохранению невысокого уровня финансового рычага.

По данным агентства, что благодаря способности поддерживать стабильную величину генерируемого денежного потока и управляемому уровню долга и капитальных расходов, отношение **«скорректированный долг / EBITDA» в 2013 г. будет ниже 2,0х, а отношение «скорректированный денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале (FFO) / долг» — выше 50%.** Если компании удастся достичь этих показателей и сохранить их на устойчивом уровне в среднесрочной перспективе, это может оказать позитивное влияние на оценку S&P профиля финансовых рисков.

Сам рейтинг «Водоканала СПб» отражает мнение о том, что:

- Вероятность предоставления администрацией Санкт-Петербурга, 100% собственника компании, своевременной и достаточной экстренной поддержки «Водоканалу СПб» в стрессовой финансовой ситуации в настоящее время характеризуется как «очень высокая».
- Высока степень износа операционных активов и связанных с этим инвестиционных потребностях в среднесрочной перспективе.
- Существуют краткосрочный характер и высокая степень политизированности режима регулирования тарифов.
- Присутствуют операционные риски, связанные с ухудшением качества воды в источниках водоснабжения.
- Компания занимает монопольное положение на территории обслуживания и имеет стратегическое значение.
- Имеется относительная стабильность показателей выручки и денежного потока, получаемых главным образом от регулируемой деятельности.

Негативное влияние на профиль финансовых рисков «Водоканала СПб» оказывают агрессивное управление ликвидностью, высокая подверженность валютному риску и отсутствие четкой долгосрочной финансовой политики. По мнению агентства, влияние этих факторов компенсируют невысокий уровень финансового рычага и удовлетворительный график погашения долга.

Напомним, что 14 ноября состоится оферта по единственному обращающемуся займу Компании. Позитивные новости могут повысить интерес инвесторов к бумагам РВК-Финанс. Кроме того, купон был повышен до 9,6% (ранее 9,0%) при погашении через 2 года.

Елена Федоткова

11 ноября 2013

«Кокс» (B2/B-/-) предлагает досрочный выкуп по выпуску БО-02.

Кокс предлагает досрочный выкуп выпуска БО-02 в размере 2,5 млн бумаг по цене 97,5%. Рынок не предлагает достойной альтернативы в силу низкой ликвидности и уровня цен в диапазоне 97-97,5%. Инвесторы стоят перед выбором: занести бумаги сейчас по 97,5% или дождаться погашения через полгода по номиналу, понимая, что кредитный профиль компании довольно рискованный. Чистый долг/LTM EBITDA за 1П2013 года составил ~ 6х. На наш взгляд, оставаться в выпуске до погашения по номиналу может быть интересно инвесторам с высоким аппетитом к риску.

Компания предлагает досрочный выкуп по 97,5% от номинала.

При этом выпуск должен гаситься через полгода по номиналу.

Кредитный профиль компании выглядит рискованным: долговая нагрузка находится на высоком уровне.

Мы рекомендуем дождаться погашения только инвесторам с высоким аппетитом к риску. Фактором «за» выступает тот факт, что в июле Газпромбанк одобрил компании кредит на 4 млрд рублей с погашением в 2018 году.

Комментарий. В пятницу 8 ноября группа компаний «Кокс» выставила оферту по выпуску серии БО-02.

ОАО «Кокс» выставило на 28 ноября 2013г. публичную безотзывную оферту по облигациям серии БО-02. Бумаги будут приобретаться в количестве до 2,5 млн штук (при общем объеме выпуска в 5 млн бумаг) по цене 97,5% от номинальной стоимости. При этом бумага торговалась на рынке в последние два месяца в диапазоне 96,4-96,9%, достигнув 97,53% лишь на закрытие 4-го ноября. Стоит отметить, что бумага низколиквидна и сделки совершались на низких объемах: в последние пару месяцев в основном были лишь сделки объемом 5-10 млн рублей и несколько объемом 30-40 млн рублей.

Таким образом, рынок не предлагает достойной альтернативы, и предложение по выкупу выглядит привлекательным для инвесторов, желающих выйти из неликвидной бумаги как можно скорее.

При этом стоит понимать, что бумага погашается примерно через полгода – 28 мая 2014 года, в то время как у компании складывается довольно напряженная ситуация с ликвидностью. В силу неблагоприятной конъюнктуры на рынке угля компания показала снижение размера показателя EBITDA по результатам 1П2013 года с 3,6 млрд рублей до 2,5 млрд рублей. За 1П13 по МСФО у компании было денежных средств лишь на сумму 306 млн рублей, а соотношение Чистый долг/LTM EBITDA составляет около 6х. Общий долг составляет около 30 млрд рублей.

Таким образом, компания предлагает держателям нивелировать риски по выпуску, выйдя из него за полгода до погашения с дисконтом. Выкуп, в свою очередь, скорее всего, будет профинансирован за счет недавно привлеченного от Газпромбанка кредита на 4 млрд рублей с погашением в конце 2018 года. На наш взгляд, оставаться в выпуске до погашения по номиналу может быть интересно инвесторам с высоким аппетитом к риску.

Паламарчук Вадим

Контакты:**ОАО «Промсвязьбанк»****Аналитический департамент**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

Анатолий Павленко

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Андрей Воложев

Volozhhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Денис Семеновых

SemenovykhDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

11 ноября 2013

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.